

PENGARUH KEBIJAKAN DIVERSIFIKASI DAN KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN BUMN JASA KONSTRUKSI

Eddy Irsan Siregar

Sekolah Pasca Sarjana Universitas Muhammadiyah Jakarta

Abstract. *The Influence of Diversification Policy and Firm's Characteristics to the Construction State Owned Enterprises Firm's Value.* The aim of this study is to obtain the influence of diversification policy and firm's characteristics to the construction state owned enterprises (SOEs) firm's value. The firm's characteristics on this study are based on firm size, growth opportunities, and agency costs on some construction state-owned enterprise in Indonesia. The analysis method used in this research was panel data regression. These results indicate that the value of the company was affected by the company characteristic and it diversification. The entire independent variables such as diversification, firm size, growth opportunities, and agency costs had a significant effect on firm value. Business diversification and agency costs had a negative impact on firm value. Firm size and growth opportunities had a positive effect on firm value.

Keywords: diversification, firm's value, firm's characteristics, SOEs

Abstrak. *Pengaruh Kebijakan Diversifikasi dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan BUMN Jasa Konstruksi.* Tujuan dari kajian ini ialah untuk melihat pengaruh kebijakan diversifikasi dan karakteristik perusahaan terhadap nilai perusahaan BUMN jasa konstruksi. Karakteristik perusahaan yang dipergunakan dalam kajian ini didasarkan pada ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, dan biaya agensi pada beberapa BUMN jasa konstruksi di Indonesia. Metode analisis yang dipergunakan dalam penelitian ini ialah regresi dengan data panel. Hasil yang didapat menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan dan diversifikasi. Variabel independen seperti diversifikasi, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan dan biaya agensi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan yang memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: diversifikasi, nilai perusahaan, karakteristik perusahaan, BUMN

PENDAHULUAN

Salah satu cara perusahaan untuk tumbuh adalah dengan melakukan diversifikasi. Diversifikasi usaha merupakan suatu strategi perusahaan untuk melakukan usaha di beberapa jenis usaha yang berbeda. Diversifikasi tersebut dilakukan dengan beberapa cara, diantaranya dengan memanfaatkan lingkungan pertumbuhan internal (*internal growth*), yakni tumbuh hanya dengan memanfaatkan kelebihan arus kas. Kemudian dapat pula dilakukan tumbuh dengan melaksanakan strategi persekutuan (*alliances strategy*), usaha patungan (*joint ventures*), atau bahkan melakukan merger dan akuisisi dengan perusahaan lain yang sama sekali berbeda tujuan, lingkup dan lokasi bisnisnya.

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) melakukan diversifikasi sebagai upaya memperbesar perusahaan, menggunakan kelebihan dana, dan cakupan ekonomis. BUMN yang efisien akan menyumbangkan devisa dan pajak lebih banyak bagi negara sehingga pada akhirnya akan menciptakan lapangan kerja bagi masyarakat. Namun tidak semua BUMN bisa bekerja dengan efektif dan menghasilkan keuntungan bagi negara. Pada tahun 2003, sebanyak 10 BUMN mendominasi total kerugian yang dialami perusahaan – perusahaan milik negara yang berada di bawah koordinasi Kementerian Negara BUMN. Dari 157 yang ada, sebanyak 47 BUMN yang merugi, dengan total kerugian yang diderita Rp 6.08 triliun. Dari total kerugian tersebut, sebesar 84.4% atau Rp 5.13 triliun berasal dari 10 BUMN saja. Tabel 1 menunjukkan ranking 10 (sepuluh) BUMN berdasarkan total kerugian yang dialami pada tahun 2005.

Terdapat beberapa faktor penyebab paling penting buruknya kinerja BUMN diduga karena adanya fakta bahwa hakekat BUMN berbeda dengan Badan Usaha Swasta atau BUMN tersebut seringkali membentuk anak perusahaan dan berdiversifikasi dengan tanpa perencanaan yang matang. Secara internal persoalan dan tantangan yang dihadapi BUMN terungkap pada kurang memuaskannya kinerja keuangan BUMN. Sedangkan secara eksternal tantangan yang dihadapi BUMN tercermin dengan adanya globalisasi, yang berpengaruh terhadap berbagai aspek dalam perusahaan, seperti masalah-masalah persaingan, pendanaan, teknologi informasi, lingkungan hidup dan lainnya.

Tabel 1**Ranking 10 (Sepuluh) BUMN Berdasarkan Total Kerugian Tahun 2003**

Ranking	Nama BUMN	Total Kerugian	Prosentase (%)
1	Pembangkit Listrik Negara	Rp 3.558 triliun	69.33
2	Perusahaan Perdagangan Indonesia	Rp 418.220 milyar	8.15
3	Pelni	Rp 382.336 milyar	7.45
4	PANN Multi Finance	Rp 152.258 milyar	2.97
5	Indo Farma	Rp 129.570 milyar	2.52
6	Industri sandangNusantara	Rp 114.772 milyar	2.24
7	Kertas Kraft Aceh	Rp 108.442 milyar	2.11
8	PT Perkebunan Nusantara II	Rp 96.166 milyar	1.87
9	Inhutani I	Rp 90.972 milyar	1.77
10	Rumah Sakit Cipto Mangunkusumo	Rp 81.221 milyar	1.58
	Total	Rp 5.131 triliun	100

Sumber : Kementerian BUMN, 2005

Salah satu sektor BUMN yang memiliki kontribusi besar terhadap BUMN secara keseluruhan ialah BUMN jasa konstruksi. BUMN jasa konstruksi menyumbang secara rata-rata lebih dari 20% dari seluruh pendapatan BUMN (*Kementerian BUMN, 2006*). Sama halnya dengan BUMN lainnya, BUMN jasa konstruksi pun berupaya melakukan diversifikasi dengan tujuan menambah nilai perusahaan. Untuk itu diperlukan telaah mendalam untuk dapat menjawab permasalahan terkait dengan melihat pengaruh diversifikasi dan karakteristik perusahaan secara simultan terhadap nilai perusahaan, serta bagaimanakah pengaruh variabel-variabel diversifikasi dan karakteristik perusahaan terhadap nilai perusahaan jasa konstruksi secara parsial.

Berbagai argumentasi dan logika rasional motif diversifikasi selalu mengarah pada tiga pertimbangan penting, diantaranya pertimbangan munculnya masalah keagenan (*the agency view*), namun perusahaan lain melakukan diversifikasi lebih disebabkan karena adanya pertimbangan faktor produksi dan kelebihan dana atau *free cash flow (resource view)*, pada sisi yang lain perusahaan melakukan diversifikasi karena didorong oleh adanya ekspektasi meningkatkan daya saing di pasar (*the market power view*). Terlepas apapun yang menjadi pemicu atau *driven-nya*, *ideal objective* sebuah diversifikasi adalah keinginan manajemen dan pemilik agar terciptanya peningkatan nilai perusahaan (*enhancing corporate value*).

Meskipun diversifikasi mempunyai banyak motif tapi mereka mencoba untuk mencapai satu tujuan (*single objective*) yaitu memaksimalkan nilai pemegang saham. Berikut pada tabel 2 ditampilkan motif perusahaan melakukan diversifikasi usaha pada tiga kriteria dengan beberapa tujuan

Tabel 2.

Motives diversification

Kriteria Motives	Economic motives	Personal motives	Strategic motives
Tujuan diversifikas	<i>Marketing economies of scale</i> <i>Increase profitability</i> <i>Risk-spreading</i> <i>Cost reduction</i> <i>Technical economies of scale</i> <i>Differential valuation of target</i> <i>Defence mechanism</i> <i>Respond to market failures</i> <i>Create shareholder value</i>	<i>Increase sales</i> <i>Managerial challenge</i> <i>Acquisition of inefficient management</i> <i>Enhance managerial prestige</i>	Pursuit of market power Acquisition of a competitor Acquisition of raw materials Creation of barriers to entry

Sumber : Berger & Ofek (2001)

METODE

Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori yaitu bertujuan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan gambaran dan informasi mengenai pengaruh kebijakan diversifikasi yang dilakukan oleh perusahaan terhadap nilai perusahaan, khususnya bagi perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Data yang dianalisis adalah data sekunder yang berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan observasi langsung untuk setiap perusahaan BUMN jasa konstruksi serta melalui laporan Keuangan yang di Audit. Oleh karena itu lingkup penelitian ini terbatas pada perusahaan yang melakukan diversifikasi dan yang tidak melakukan diversifikasi. Horison waktu yang ditetapkan adalah 2001 hingga 2007 dengan pertimbangan meminimumkan dampak krisis moneter yang terjadi pada periode 1997-1998.

Berdasarkan lingkup penelitian yang telah diuraikan, populasi yang diteliti ialah perusahaan jasa konstruksi secara keseluruhan baik swasta maupun BUMN sedangkan unit analisis penelitian ini ialah populasi perusahaan jasa

konstruksi BUMN yaitu Hutama Karya (HK), Adhi Karya (ADHI), Pembangunan Perumahan (PP), Nindya Karya (NK), Istaka Karya (IK), Brantas Abipraya (BA), Wijaya Karya (WIKA) dan Waskita Karya (WK) yang melakukan kebijakan diversifikasi dan tidak melakukan diversifikasi dalam kurun waktu 1999 hingga 2006. Alasan dipilih populasi perusahaan jasa konstruksi BUMN karena total penjualan/jasa seluruh BUMN jasa konstruksi dianggap sudah mewakili keseluruhan perusahaan jasa konstruksi di Indonesia.

Model persamaan penelitian yang menggambarkan hubungan antara variabel penelitian sebagai berikut :

$$\text{Value}_{it} = \beta_i + \beta_1 \text{DIVER}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{CAPEXS}_{it} + \beta_4 \text{AGENCY}_{it} + e_{it}$$

$$\beta_1 < 0, \beta_2 < 0, \beta_3 > 0, \beta_4 > 0, \beta_5 < 0, \beta_6 < 0, \beta_7 > 0$$

Dimana :

i = Segmen korporasi 1,2,..., n

t = Periode waktu

DIVER = Diversifikasi

VALUE = Nilai Perusahaan

SIZE = Ukuran perusahaan (Logaritma *TotalAsset*)

CAPEXS = *Growth opportunity* (Capex/sales)

AGENCY = Biaya *Agency*

Metode analisis dengan panel data ialah suatu metode analisis regresi dengan menggunakan data gabungan *time series* dan *cross-section (panel data)*. Beberapa keuntungan dengan menggunakan data panel (Gujarati, 2003): *Pertama*, dengan menggabungkan data *time series* dan *cross section*, panel data memberikan data yang lebih informatif, lebih beragam (variabilitas), hubungan antara variabel bebas yang lebih kecil, tingkat kebebasan (*degree of freedom*) lebih tinggi, dan lebih efisien. *Kedua*, dengan mempelajari observasi-observasi *cross-section*, Panel data lebih cocok untuk mempelajari dinamika perubahan (*the dynamic of change*). *Ketiga*, data panel bisa mendeteksi dan mengukur dampak-dampak yang tidak bisa diobservasi secara sederhana dengan memakai data *cross-section* atau *time series* saja.

PEMBAHASAN

Nilai perusahaan diproksi dengan logaritma natural dari rasio antara *actual* dibagi *imputed value*. Rata-rata nilai perusahaan selama periode 1999-2006 ialah sebesar 2,06 unit. Selama periode 1999-2006, nilai perusahaan terlihat tidak mengalami kenaikan yang signifikan dan terlihat relatif konstan.

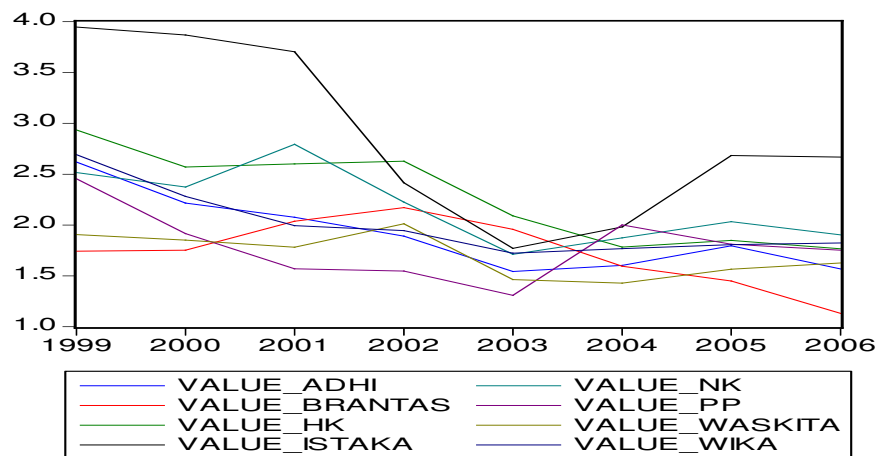
Tabel 3
Deskripsi Statistik Nilai Perusahaan BUMN Jasa Konstruksi
Periode 1999-2006

	VAL_1	VAL_2	VAL_2	VAL_3	VAL_4	VAL_PP	VAL_5	VAL_6
Mean	1.914451	1.730000	2.277814	2.879829	2.178883	1.795529	1.704914	2.004581
Median	1.843585	1.748176	2.329870	2.676060	2.129634	1.782443	1.704548	1.884369
Maximum	2.619765	2.170921	2.934030	3.945893	2.793167	2.455040	2.012714	2.691952
Minimum	1.543037	1.131448	1.766690	1.771578	1.712245	1.308886	1.429457	1.723894
Std. Dev.	0.374789	0.337349	0.457751	0.855537	0.366240	0.346990	0.214562	0.329384

Sumber: pengolahan data

Nilai perusahaan yang diperoleh masing-masing BUMN jasa konstruksi dalam periode penelitian ini berbeda-beda. Selama periode penelitian, nilai maksimum dan nilai minimum dari nilai perusahaan ialah masing-masing sebesar 1,9047 dan 3,9458. Dari hasil deskripsi diperoleh gambaran bahwa BUMN jasa konstruksi yang memiliki rata-rata kinerja tertinggi adalah Istaka Karya dengan rata-rata nilai perusahaan sebesar 2,8798 unit. Sedangkan BUMN jasa konstruksi yang memiliki nilai perusahaan terendah adalah WIKA dengan nilai perusahaan sebesar 1,7049.

Diversifikasi usaha menunjukkan jumlah usaha yang berbeda-beda digeluti oleh perusahaan berdasarkan klasifikasi lapangan usaha Industri (KLUI) dengan menggunakan 4 digit. Variabel ini dimasukkan dengan maksud menangkap efek adanya kebijakan diversifikasi terhadap nilai perusahaan.

Grafik 1**Nilai Perusahaan BUMN Jasa Konstruksi Periode 1999-2006**

Sumber : pengolahan data

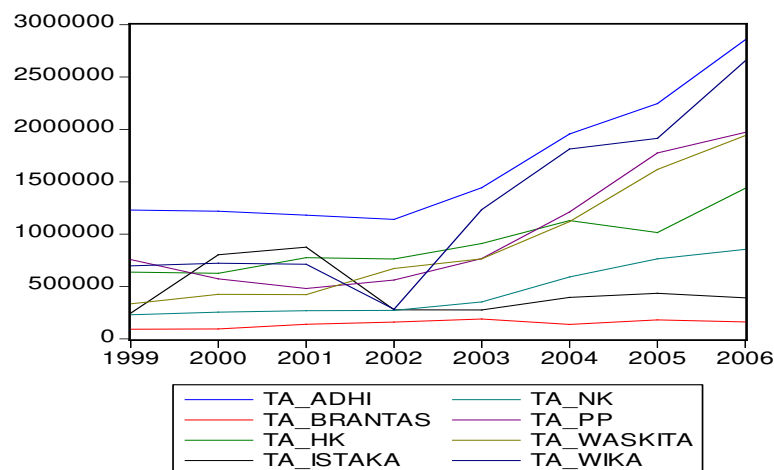
Diversifikasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan profit dan nilai perusahaan. Berdasarkan bukti empiris seperti penelitian yang dilakukan oleh Berger dan Ofek (2000), Villalonga (2000), dan Lins dan Servaes (2002) diversifikasi memiliki kecenderungan menurunkan profitabilitas dan menurunkan nilai perusahaan. Kecenderungan pengaruh yang negatif disebabkan oleh munculnya masalah *agency* dalam alokasi sumber daya antar segmen usaha, subsidi dari segmen yang usahanya baik pada segmen usaha yang buruk sehingga memperlambat jalannya usaha, dan adanya kebijakan yang tidak sejalan antara manager pusat (*holding*) dengan manajer segmen usaha.

Secara keseluruhan dapat kita simpulkan bahwa rata-rata diversifikasi usaha yang tergambar dari jumlah usaha yang digeluti perusahaan menunjukkan rata-rata sebesar 2 jenis bidang usaha yang berbeda yang digeluti oleh BUMN jasa konstruksi. Selama periode penelitian ini, BUMN jasa konstruksi maksimum menggeluti 3 jenis usaha yang berbeda yaitu Adhikarya, Pembangunan Perumahan, Nindya Karya, WIKA, dan WASKITA. Masing-masing segmen usaha yang dilakukannya adalah Jasa Konstruksi, Property dan Perdagangan, sementara Hutama Karya menggeluti 2 bidang usaha saja, yaitu Jasa Konstruksi dan Property. BUMN jasa Konstruksi yang benar-benar menekuni hanya satu bidang usaha saja, yaitu Jasa Konstruksi hanya Brantas Abipraya.

Total asset BUMN jasa konstruksi selama periode 1999-2006 memiliki rata-rata sebesar 851066,8 juta rupiah dengan nilai maksimum 2.855.287 juta rupiah oleh PT Adhi Karya dan nilai minimum sebesar 93.134 juta rupiah oleh PT Brantas Abipraya mendukung perbedaan aset perusahaan antar perusahaan.

Grafik 2

Total Asset Perusahaan BUMN Jasa Konstruksi Periode 1999-2006



Penelitian Villalonga (2000) dan Lins dan Servaes (2002) menyimpulkan bahwa semakin tinggi ukuran perusahaan yang diukur oleh aset dari suatu perusahaan yang melakukan diversifikasi maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaannya. Ukuran perusahaan yang semakin besar menunjukkan kapasitas produksi perusahaan yang semakin besar sehingga semakin meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan.

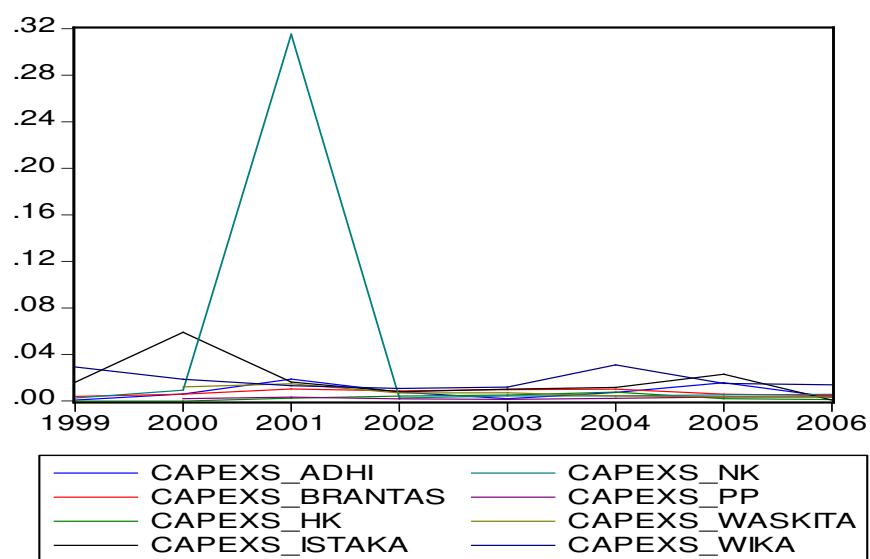
Growth Opportunity diproksikan dengan rasio Antara Pengeluaran Modal terhadap Penjualan (CAPEXS). Rasio antara pengeluaran modal dan penjualan menunjukkan efektivitas penggunaan modal terhadap penjualan. Semakin tinggi rasio antara modal dan penjualan menunjukkan ketidakefektifan pengeluaran biaya modal di dalam peningkatan penjualan perusahaan.

Growth opportunity dapat dilihat sebagai kemampuan perusahaan untuk tumbuh dari investasi yang ditanamkan perusahaan. Tingkat investasi yang ditanamkan perusahaan menunjukkan adanya peluang menciptakan keuntungan bagi perusahaan. Tingkat investasi yang semakin tinggi akan berdampak pada semakin tingginya nilai perusahaan.

Rata-rata rasio antara pengeluaran modal dan penjualan BUMN jasa konstruksi ialah sebesar 0,01376 menunjukkan efektivitas penggunaan modal di dalam penjualan. Nilai maksimum rasio antara pengeluaran modal dan penjualan ini ialah sebesar 0,31 dan masih di bawah nilai 1. BUMN yang memiliki rasio antara pengeluaran modal dan penjualan sebesar 0,31 ialah Nindya Karya pada tahun 2001 yang menyebabkan BUMN ini memiliki kerugian yang cukup tinggi.

Grafik 3

Rasio Pengeluaran Modal terhadap Penjualan Periode 1999-2006



Sumber : pengolahan data

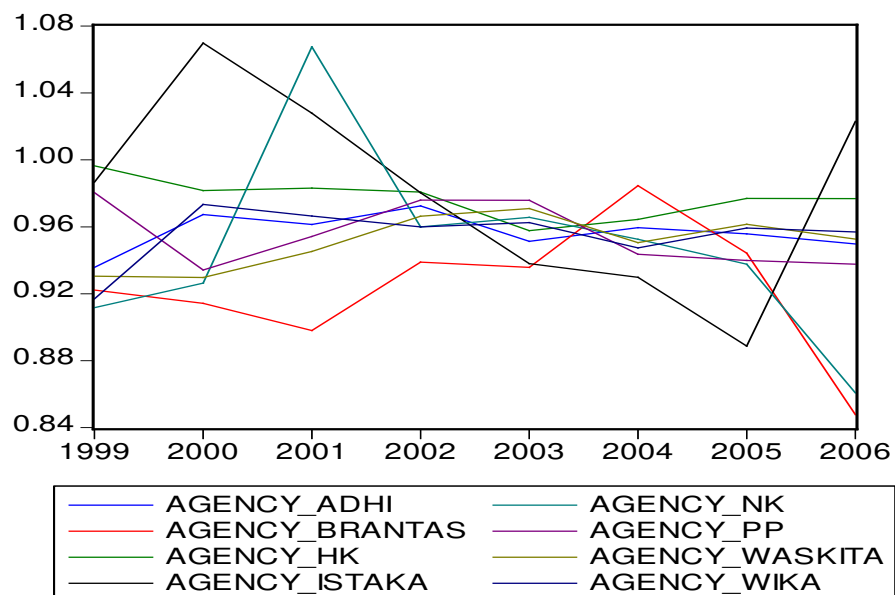
Biaya agensi dalam penelitian ini diukur oleh rasio antara beban operasional terhadap penjualan. Semakin besar beban operasional relatif terhadap penjualan maka semakin besar indikasi terjadinya biaya agensi.

Teori biaya agensi atas struktur modal dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Mereka melaporkan bahwa apabila perusahaan menggunakan 100% modal sendiri maka tidak dapat dibedakan lagi antara kepemilikan dan pengendalian (kontrol), hal ini berarti bahwa pemilik menanggung kerugian dan keuntungan yang ditimbulkan oleh tindakan yang dilakukan di dalam perusahaan. Apabila sebagian saham, sebut x saham, dijual kepada investor luar, maka pemilik awal hanya tersisa $1 - x$, dari konsekuensi yang timbul dari tindakannya di dalam perusahaan. Hal tersebut memberikan insentif yang jelas terhadap "consume perquisites", istilah yang digunakan oleh Jensen dan

Meckling untuk pengeluaran *owner* yang tidak berkaitan dengan bisnis. Namun, reaksi pasar adalah sebaliknya, sekali perusahaan menjual sebagian sahamnya, maka pasar yang efisien tetap akan memperhitungkan beban *extra benefit* pemilik lama sebagai diskon atas harga yang ditawarkan. Maka sekalipun terjadi penjualan atas sebagian saham, pemilik lama tetap dibebani secara penuh atas tindakan yang diambilnya pada perusahaan. Bagi pasar hal tersebut merugikan karena menurunkan nilai perusahaan.

Grafik 4

Rasio antara Biaya Operasional Terhadap Penjualan (Agency) BUMN Jasa Konstruksi Periode 1999-2006



Sumber : pengolahan data

Secara keseluruhan, rata-rata rasio beban operasional terhadap penjualan ialah sebesar 0,9558. Nilai rasio antara beban operasional terhadap penjualan yang mendekati 1 menunjukkan bahwa antara beban operasional dan nilai penjualan ialah mendekati 1. Hal ini menunjukkan adanya biaya agensi yang cukup besar di dalam pengelolaan perusahaan. Selama periode penelitian, rasio antara beban operasional terhadap penjualan yang paling besar ialah sebesar 1,0697 sedangkan terendah ialah sebesar 0,8477. Tingginya beban operasional relatif terhadap penjualan menunjukkan adanya inefisiensi pengelolaan BUMN jasa konstruksi. Hasil yang ada menunjukkan bahwa rasio antara biaya operasi

dan penjualan secara keseluruhan hampir mendekati angka 1 atau berada di atas nilai 0,90.

Tabel 4
Hasil Regresi Model Penelitian

Variabel	Koefisien	t-Statistik
<i>INTERSEP</i>	4.566611	3.399***
<i>DIVER</i>	-0.193561	-5.182***
<i>SIZE</i>	0.044469	3.433***
<i>CAPEXS</i>	3.433243	7.866***
<i>AGENCY</i>	-3.003901	-2.309**
R-squared	0.851950	
Adjusted R-squared	0.759419	
F-statistic	9.207185	
Prob(F-statistic)	0.000001	
Durbin-Watson stat	1.851593	

Sumber : Data diolah

Hasil uji regresi dengan data panel ditemukan bahwa diversifikasi dan biaya agensi berpengaruh negatif signifikan dengan nilai perusahaan sedangkan ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil uji juga ditemukan Adjusted R square sebesar 75,94 persen. Hal ini menunjukkan kemampuan variabel independen (diversifikasi, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan dan biaya agency) mampu menjelaskan nilai perusahaan sebesar 75,94 persen, sedangkan sisanya 24,06 persen dijelaskan oleh variabel lain.

Diversifikasi usaha berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu kebijakan perusahaan untuk melakukan diversifikasi usaha harus dikaji kembali dengan suatu analisis yang mendalam. Diversifikasi sebaiknya dilakukan pada sektor-sektor atau bidang usaha yang layak secara ekonomi dan efisien.

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan menentukan kapasitas usaha yang dijalankan perusahaan. Semakin besar kapasitas usaha maka semakin besar pula kemampuan

perusahaan di dalam menciptakan nilai perusahaan. Kesempatan untuk tumbuh ditunjukkan oleh besarnya investasi pada barang modal didalam peningkatan kinerja perusahaan. Besarnya investasi yang dikeluarkan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

SIMPULAN

Perusahaan yang memiliki diversifikasi usaha yang semakin banyak memiliki nilai perusahaan yang semakin kecil. Perusahaan-perusahaan yang memiliki diversifikasi usaha yang paling banyak (3 jenis bidang usaha) yaitu Adhikarya, Nindya Karya, WIKA, dan WASKITA memiliki nilai lebih kecil, sedangkan Brantas, Abipraya dan Hutama Karya hanya menggeluti 1 bidang usaha dan memiliki nilai yang lebih besar. Bidang usaha yang digeluti tersebut ialah jasa konstruksi, properti, dan perdagangan. Diversifikasi dan karakteristik perusahaan menentukan nilai perusahaan BUMN jasa konstruksi secara bersama-sama. Ukuran perusahaan yang semakin besar akan meningkatkan nilai perusahaan BUMN jasa konstruksi. Ukuran perusahaan yang meningkat diduga dapat mendorong penjualan perusahaan yang lebih besar. Kesempatan tumbuh perusahaan yang semakin tinggi merupakan potensi perusahaan untuk berkembang sehingga akan mendorong kenaikan nilai perusahaan perusahaan BUMN jasa konstruksi secara berkelanjutan. Biaya agensi memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan BUMN jasa konstruksi di mana perusahaan yang memiliki biaya agensi yang tinggi memiliki nilai perusahaan yang kecil pula. Perusahaan BUMN jasa konstruksi yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi didominasi oleh perusahaan-perusahaan perusahaan BUMN jasa konstruksi yang skala usahanya tidak terlalu besar.

Untuk itu disarankan bagi investor dalam memilih perusahaan jasa konstruksi untuk investasi harus memperhatikan berbagai variabel terkait dengan indikator perusahaan seperti profitabilitas perusahaan, kesempatan tumbuh, dan masalah agensi yang terdapat dalam perusahaan. Investor dapat memperhatikan ukuran atau skala usaha perusahaan sebagai salah satu kriteria penentuan investasi di mana perusahaan yang memiliki skala yang tidak besar memiliki potensi untuk mendapatkan nilai perusahaan yang tinggi. Selain itu, investor harus memperhatikan dengan teliti apakah perusahaan di dalam

menjalankan usahanya fokus atau tidak. Jika terlalu banyak menjalankan usaha yang berbeda-beda maka dalam jangka pendek memiliki kinerja yang menurun.

PUSTAKA ACUAN

- Amihud, Y & B. Lev. 1981. *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*. *Bell Journal of Economics* 12, pp.605-617.
- Aron, D. 1988. *Ability, moral hazard, firm size and diversification*. *The RAND Journal of Economics* 19, pp.72– 87.
- Berger, P.G & E. Ofek. 1995. *Diversification's effect on firm value*. *Journal of Financial Economics* 37, pp.39– 65.
- Berger, P.G & E. Ofek. 2000. *Bust-up takeovers of value destroying diversified firms*. *Journal of Finance* 49 (4), pp.1175– 1200.
- Healy, P.M, et.al. 1992. *Does corporate performance improve after mergers?* *Journal of Financial Economics* 31, pp.135– 176.
- Hyland, D. 1999. *Why Firms Diversify: An Empirical Examination*. *Unpublished manuscript*. University of Texas at Arlington.
- Hyland, D. 2003. *The Effect Of Diversification On Firm Value: A pre and Post Diversification Analysis*, *Journal in Economics and Finance*, Vol. 21, No. 2, pp.22 – 39.
- Jensen, M & W. Meckling. 1976. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Jensen, M.C. 1986. *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*. *American Economic Review* 76, pp.323– 329.
- Jensen, M.C. 1993. *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*. *Journal of Finance* 48, pp.831– 880.
- Kementrian BUMN. 2005. *Master Plan BUMN 2006-2011*. Jakarta: Kementerian BUMN RI.
- Khanna, N & K. Palepu. 1999. *Corporate Scope and Institutional Context: An Empirical Analysis of Diversified Indian Business Groups*. *Unpublished manuscript*, Harvard University.
- Kunz, R.M. & R. Aggarwal. 1994. *Why Initial Public Offering are Underpriced: Evidence from Switzerland*. *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, pp.705-723.

- Song, L.G. & Y. Yao. 2004. *Impacts of privatization on firm performance in China*.
CCER Working paper E2004005.
- Villalonga, B. 2000. *Does Diversification cause the "Diversification Discount?"*.
University Of California.